

# 变革于万家灯火

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2021-06-03

收盘价（元）	5.48
近12个月最高/最低（元）	6.46/4.50
总股本（百万股）	92,400
流通股本（百万股）	11,300
流通股比例（%）	12.20
总市值（亿元）	5063
流通市值（亿元）	618

## 公司价格与沪深300走势比较



**分析师：刘超**

执业证书号：S0010520090001  
邮箱：[liuchao@hazq.com](mailto:liuchao@hazq.com)

**研究助理：戚星**

执业证书号：S0010121030010  
电话：18616375520  
邮箱：[qixing@hazq.com](mailto:qixing@hazq.com)

## 主要观点：

### ● 清晰的战略定位

邮储银行拥有清晰的零售银行定位，依托深入基层的网点，定位于重点服务“三农”、城乡居民和小微企业。它的转型本质上是绕开城市高净值客户的白热化竞争，因势象形地挖掘城乡居民和小微企业的潜在价值。这一矿藏是由无数基层个体的需求和迸发的生命力所孕育的，邮储银行深耕基层的战略则是掘金之道。从以下四个角度分析，我们对邮储银行的零售之路充满乐观。

### ● 负债端优势和保守的贷款配置提供转型的安全边际

依托代理网点，邮储银行展现出强大的揽储能力，计息负债的存款占比和存款中的个人活期存款占比较高，压低负债成本，因而资产配置压力较小，资产质量优异。这一起点为资产端的调整和优化提供了更大的操作空间和安全边际。

### ● 从基层零售出击

邮储银行80%的网点位于县级及以下，众多代理网点可直达行政村。深入基层的触角在揽储之外可以有效推动“三农”和小微企业业务。手机银行客户、VIP客户、财富客户均实现高速增长，带动个人贷款和个人银行业务占比连续提高；涉农贷款、小微企业贷款、个人经营贷款、信用卡贷款均实现高速增长。

### ● 注入新鲜血液，为零售业务保驾护航

首先，邮储银行和大股东邮政集团实现深度协同。邮政集团拥有广阔的物流网络，具有资金、物流、信息、和商务的先天优势。基于这些优势，邮储银行可以将产品和服务嵌入整个邮政集团网络，深度挖掘价值。其次，引入战略投资者，在业务转型的关键支点实现技术嫁接，借鉴成功经验。最后，引进原招行零售悍将刘建军，他在招行浸淫超过20年，有望推动公司管理升级。银行业务转型中时常被质问文化，然而大部分时候文化是机制和管理的结果，持续的激励导向将逐步塑造新的文化。这位见证了“零售之王”加冕的新任行长将为零售业务的发展保驾护航。

### ● 金融科技打造无界银行

提升客户体验和风险控制是金融科技两个基本应用方向。更重要的是转变观念突破传统界限，邮储银行与包含阿里、腾讯在内的多家平台寻求合作，引流客户，提供融资和其他金融服务。此外，金融科技的投入占营收比例也处于行业较高水平。

### ● 投资建议

我们坚定看好邮储银行的零售前景，新任行长的到来将极大提高成功概率，零售资产将持续增长，资产结构不断优化。预计2021-2023年归母净利润分别为686.91/772.19/870.44亿元，同比增长7%/12.42%/12.72%，对应EPS分别为0.76/0.85/0.96元。合理估值区间是6.91-8.34元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

零售贷款增速不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	286202	305933	333224	363496
收入同比 (%)	3.39	6.89	8.92	9.08
归属母公司净利润	64199	68691	77219	87044
净利润同比 (%)	5.36	7.00	12.42	12.72
ROE (%)	10.56	12.12	12.63	13.15
每股收益 (元)	0.71	0.76	0.85	0.96
P/B	0.76	0.89	0.82	0.76

注释: 2020 年采用不可回测估值; 2020 年 ROE 采用 wind 数据, 和报表中的调整数据有差异。

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 大刀阔斧迎来改革 .....	6
2 从零售出击 .....	9
2.1 负债端优势提供安全边际 .....	9
2.2 基层提供零售的肥沃土壤 .....	11
2.3 注入新鲜血液保驾护航 .....	16
2.4 金融科技打造无界银行 .....	18
3 财务数据的边际变化 .....	21
3.1 资产负债管理与净息差 .....	21
3.2 场景拓展推动中间收入增长 .....	26
3.3 资产质量稳健 .....	26
3.4 资本充足率上升 .....	27
风险提示: .....	28
估值模型核心假设与说明 .....	29
财务报表与盈利预测 .....	31

## 图表目录

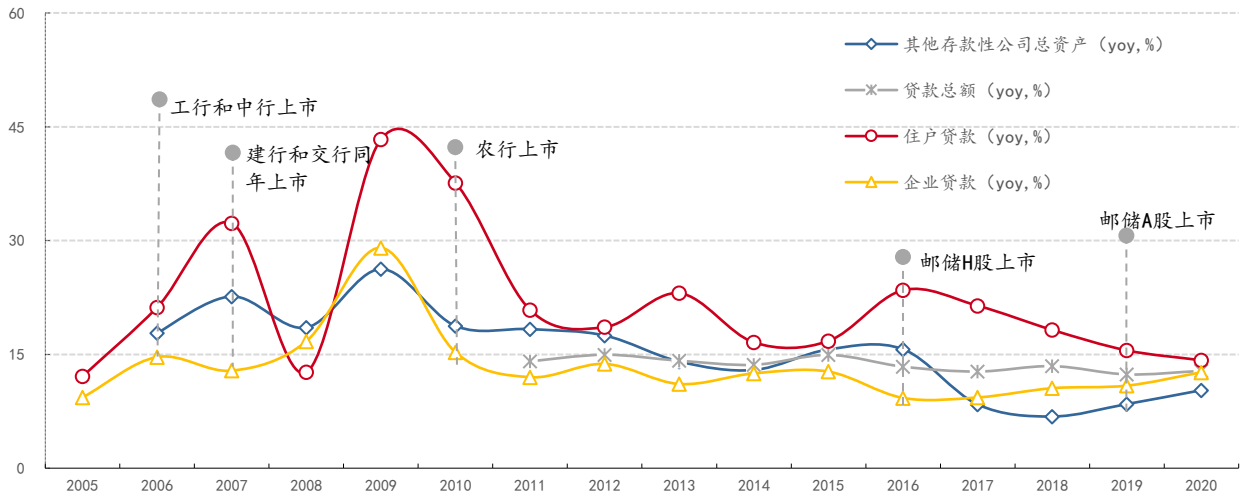
图表 1 与其他国有行不同，邮储银行的上市窗口正值行业变革	6
图表 2 2015 年以后，ROA 拐点向上，但权益乘数不断下降，拖累 ROE 下行	6
图表 3 2013 年以后，邮储银行贷款余额增速明显领先于其他国有行	7
图表 4 邮储银行营收、利息净收入、手续费及佣金净收入、净利润的增速	7
图表 5 从五年均值的横向对比，邮储银行 ROE 和 RORWA 没有优势，权益乘数最高	8
图表 6 邮储银行净利息收入、业务及管理费占比较高，信用减值准备占比较低	8
图表 7 2020 年末，邮储银行负债中存款占比较高	9
图表 8 2020 年，邮储银行存款成本率较低	9
图表 9 邮储银行负债端成本最低	10
图表 10 拨备营收比和资产收益率之间的正向关系	11
图表 11 邮储银行网点数量最多	12
图表 12 邮储银行渠道下沉，70%的网点在县级及以下	12
图表 13 80%的网点是代理网点	12
图表 14 自助设备和 ITM	12
图表 15 向集团支付的结算类手续费同比增加	13
图表 16 将储蓄代理费加回利息支出后的真实存款利率	13
图表 17 活期存款和一年期存款的手续费合计占比高达 90%	13
图表 18 零售客户分层	14
图表 19 疫情冲击了信用卡发卡量	14
图表 20 疫情冲击了信用卡消费金额	14
图表 21 个人贷款占比和个人银行业务占比在 2018 年以来连续提升	15
图表 22 房贷利率为 4.5%的假设下，2020 年其他个人贷款收益率可达 7%	15
图表 23 涉农贷款持续增长，占贷款总额的 25%左右	15
图表 24 小微贷款高速增长	15
图表 25 邮储银行和邮政集团的协同	16
图表 26 邮储银行和战略股东的协同	17
图表 27 提升服务与风险控制	18
图表 28 邮储银行和蚂蚁金服的合作	19
图表 29 邮储银行的信息科技投入	19
图表 30 邮储银行和多个平台合作	20
图表 31 邮储银行的信息科技投入	20
图表 32 邮储银行的信息科技投入占比较高	21
图表 33 生息资产中，贷款平均余额占比扩大	21
图表 34 邮储银行存贷比上升	22
图表 35 承担更多的信用风险	22
图表 36 贷款的生息资产占比	22
图表 37 国内贷款稳定增长	22
图表 38 贷款结构变化	23
图表 39 资产配置中贷款占比较小，但零售贷款占比较高，贷款收益率较低	23

图表 40 存款占比.....	24
图表 41 2020 年上市银行存款结构.....	25
图表 42 邮储银行 NIM.....	25
图表 43 NIM 波动分解.....	25
图表 44 存款成本率上行.....	25
图表 45 手续费及佣金收入.....	26
图表 46 贷款五级分类和不良率.....	27
图表 47 邮储银行资产质量稳健, 拨备充足.....	28
图表 48 邮储银行资本充足率.....	28
图表 49 剩余收益模型的估值结果分析.....	30
图表 50 DDM 模型的估值结果分析.....	30

# 1 大刀阔斧迎来改革

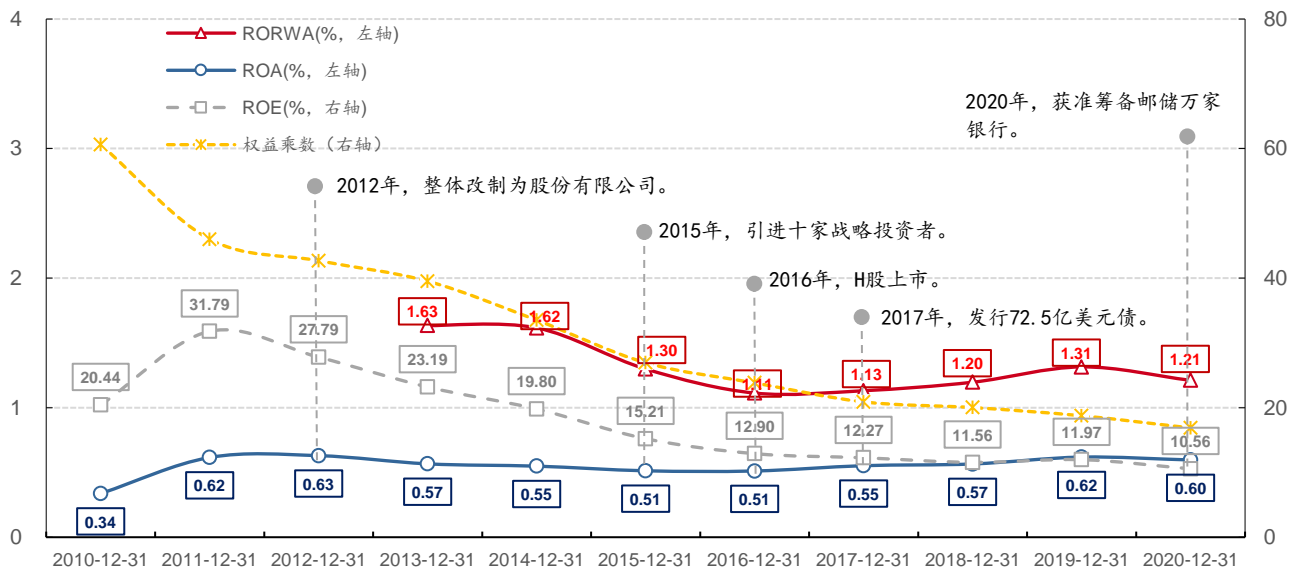
邮储银行改革和上市的时间窗口，明显有别于其他国有行。2011年，邮储银行确定了“股改、引战、上市”三步走的改革路线。此后，它在2012年完成股份制改革，2015年引进十家战略投资者，2016年港股上市，2019年A股上市。其他国有行则先行一步，除了农行于2010年上市之外，工行、中行、建行和交行的上市时间集中于2006-2007年。彼时，宏观经济高速增长，信贷规模不断扩张，利率市场化尚未成型，净息差维持高位，银行业发展一路高歌猛进。反观当下，银行业经营环境已发生巨变：信贷整体增速下行；利率市场化深化压缩净息差；行业掀起零售转型和发展金融科技的浪潮——唯转型方能不落伍。

图表 1 与其他国有行不同，邮储银行的上市窗口正值行业变革



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2015年以后，ROA 拐点向上，但权益乘数不断下降，拖累 ROE 下行



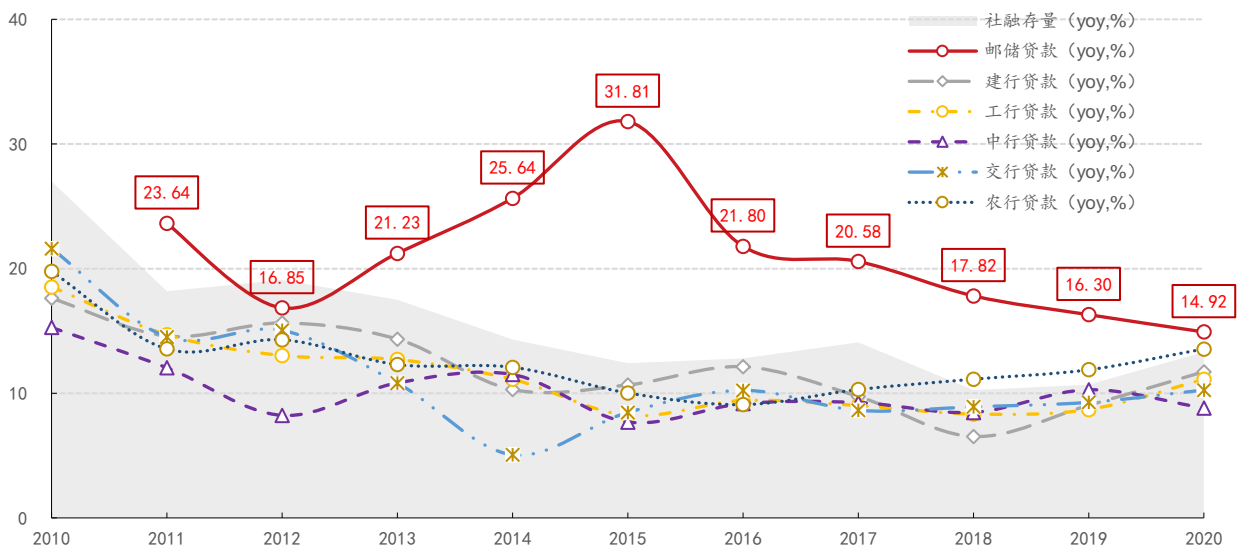
注释: RORWA 是风险加权资产回报率, 计算 t 期 RORWA 时, 分子是 t 期净利润, 分母是 t 期和 t-1 期的风险加权资产均值。

资料来源: wind, 华安证券研究所

从股份制改制，到引进战略投资者，再到上市，大刀阔斧的改革下，邮储银行经营状况表现出以下时序特征：

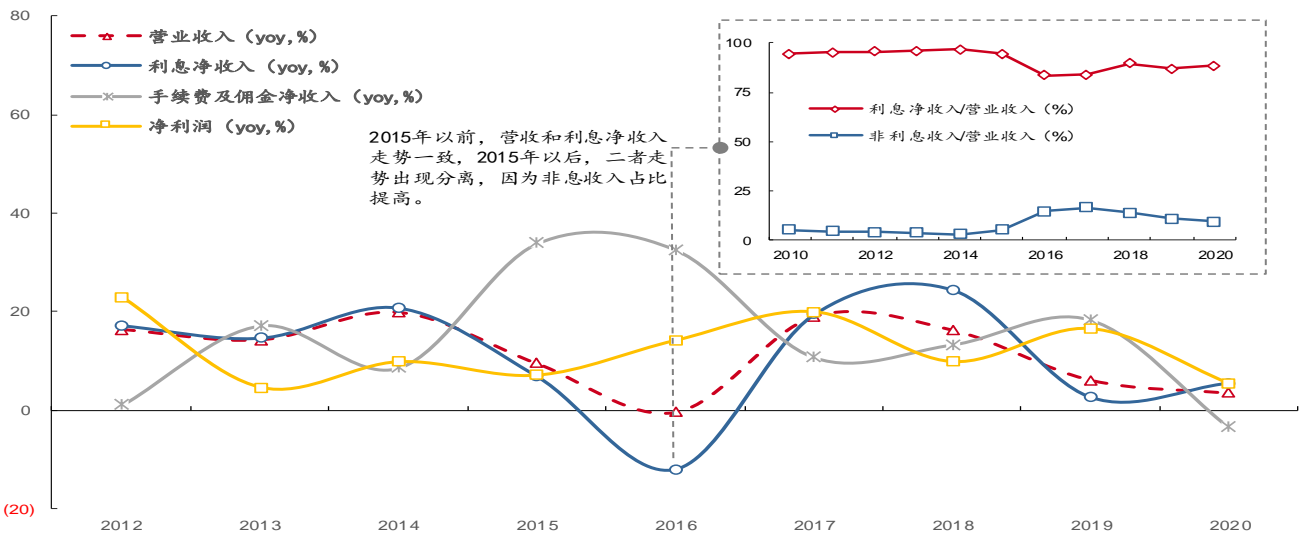
- **回报率**：2015-2019年，ROA从0.5%提至0.62%，但权益乘数回落，ROE下行。RORWA在2016-2019年连续上行。
- **贷款增速**：2013年起，邮储银行贷款增速明显领先于其他国有行和整体社融增速。
- **营收结构**：2016年起，非利息收入占比提升。

图表 3 2013 年以后，邮储银行贷款余额增速明显领先于其他国有行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 邮储银行营收、利息净收入、手续费及佣金净收入、净利润的增速



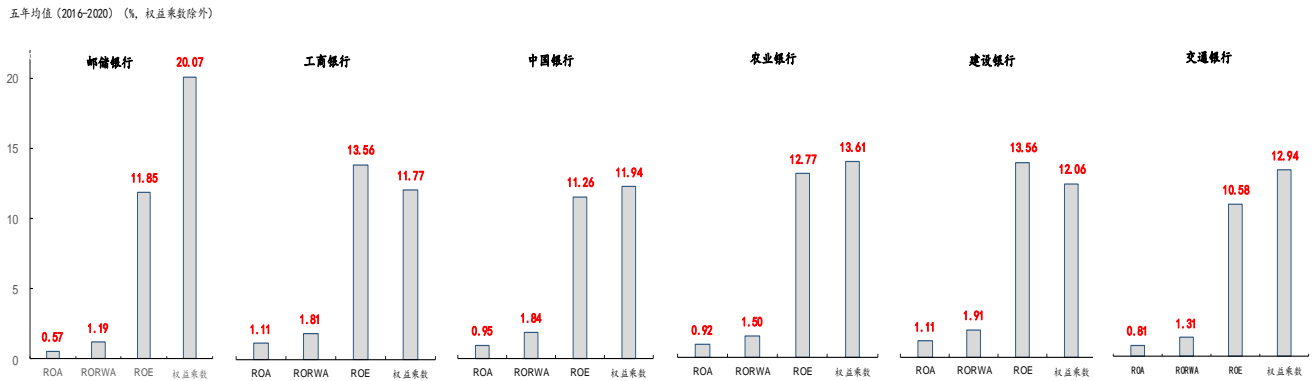
资料来源：wind，华安证券研究所

横向对比, 从 2016-2020 年均值看, 邮储银行的 ROA (0.57%) 和 RORWA (1.19%) 为国有行最低, 但权益乘数 (20.07) 最高, 整体 ROE (11.85%) 位于第四位。简易杜邦分解的面板数据对比显示, 邮储银行:

- 净利息收入和投资净收入占比较高, 手续费及佣金净收入占比仍旧太低。
- 业务及管理费占比过高。
- 资产质量优异, 信用减值准备占营收的比重明显较低。

从纵向看, 邮储银行 2012 年以来已经发生了改变, 以 ROA 和 RORWA 衡量的回报率在疫情冲击之前已经有所提高。从横向看, 邮储银行的非利息占比较低, 管理费用占比高。但是, 负债和资产质量的优势为变革提供安全边际, 坚定不移地深耕基层零售和大力投入金融科技, 也将使其完成蜕变。

图表 5 从五年均值的横向对比, 邮储银行 ROE 和 RORWA 没有优势, 权益乘数最高



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 邮储银行净利息收入、业务及管理费占比较高, 信用减值准备占比较低

百分比 (%)	邮储银行杜邦分解 (2016-2020)					国有行杜邦分解五年均值 (2016-2020)					
	2020	2019	2018	2017	2016	邮储	建行	工行	农行	中行	交行
营业收入/平均资产	2.65	2.81	2.82	2.60	2.43	2.66	2.92	2.89	2.65	2.54	2.36
利息净收入/平均资产	2.35	2.43	2.53	2.18	2.03	2.30	2.12	2.08	2.13	1.76	1.52
手续费及佣金净收入/平均资产	0.15	0.17	0.16	0.15	0.15	0.16	0.54	0.53	0.37	0.43	0.45
投资净收益/平均资产	0.10	0.13	0.24	0.28	0.21	0.19	0.07	0.06	0.04	0.12	0.09
公允价值波动损益/平均资产	0.08	0.03	(0.15)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
其他收入/平均资产	(0.03)	0.03	0.04	(0.00)	0.05	0.02	0.19	0.20	0.11	0.23	0.17
营业支出/平均资产	2.03	2.17	2.21	1.93	1.88	2.05	1.55	1.49	1.52	1.39	1.42
税金及附加/平均资产	0.02	0.02	0.02	0.02	0.05	0.03	0.04	0.04	0.03	0.03	0.04
业务及管理费/平均资产	1.54	1.59	1.59	1.60	1.61	1.59	0.73	0.69	0.84	0.71	0.70
信用减值损失/平均资产	0.47	0.56	0.60	0.31	0.22	0.43	0.62	0.55	0.56	0.49	0.47
其他资产减值损失/平均资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务成本/平均资产	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.16	0.21	0.09	0.17	0.09
利润总额/平均资产	0.63	0.65	0.58	0.59	0.55	0.60	1.37	1.40	1.14	1.15	0.95
所得税/平均资产	0.04	0.03	0.01	0.04	0.04	0.03	0.26	0.29	0.22	0.20	0.14
净利润/平均资产	0.60	0.62	0.57	0.55	0.51	0.57	1.11	1.11	0.92	0.95	0.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

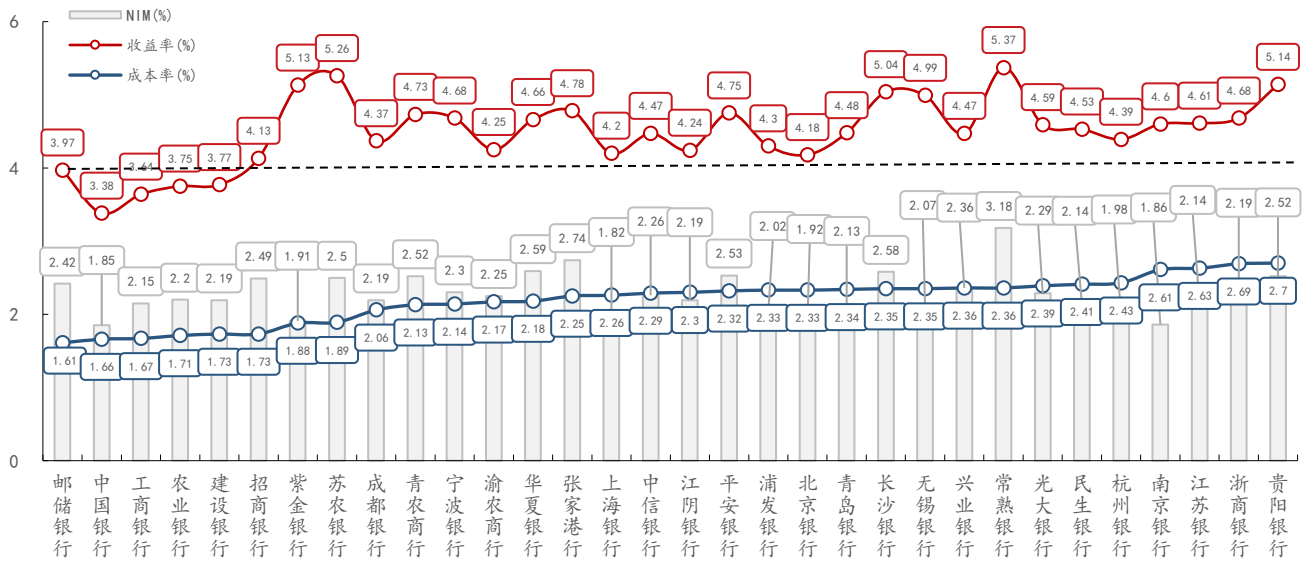




最低，以 3.97% 的资产收益率便实现 2.42% 的净息差。

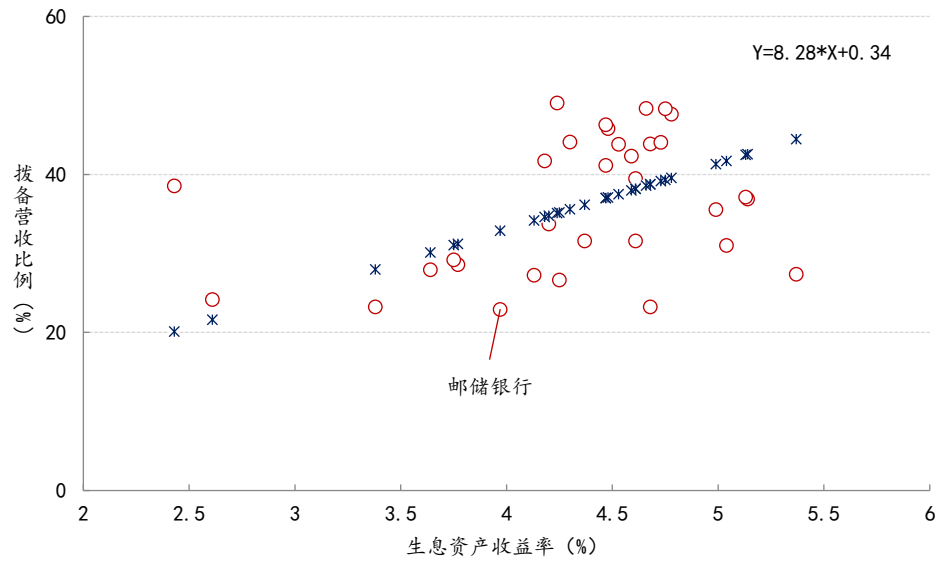
负债端优势为资产端配置提供了安全边际。一般而言，为了追求特定水平的净息差，较高的负债成本会要求较高收益率，给资产配置带来更大压力，风险敞口扩大。虽然利息净收入实现增长，但成本端就需要更多信用风险准备来对冲扩大的信用风险敞口，维持资产质量稳定，信用风险拨备占营收的比重会上升，拖累净利润和 ROE。从 2020 年 A 股上市银行截面数据的回归模型看，生息资产收益率和拨备营收比呈现出明显正相关关系。对于邮储银行，负债端较低的成本为资产端配置提供了足够的安全边际，其拨备营收比为 22.95%，行业最低。

图表 9 邮储银行负债端成本最低



资料来源: wind, 各银行 2020 年报表, 华安证券研究所

图表 10 拨备营收比和资产收益率之间的正向关系



资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.2 基层提供零售的肥沃土壤

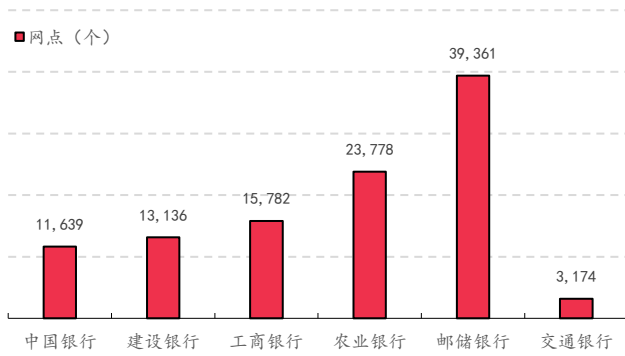
邮储银行具有清晰的、因地制宜的零售战略。邮储银行“自营+代理”的模式使渠道直达基层。借助这些渠道，邮储银行引流客户，释放基层用户的活力，打开价值天窗。

### (1) 渠道下沉：依托代理网点，触角直达基层

(a) 邮储银行网点数量居国有行第一，集中在县级及以下。截至 2020 年末，邮储银行网点达 39361 个，位于国有银行第一。其中，县级网点占比 22%左右，县级以下网点占比 48%左右，二者合计 70%，网点下沉程度明显。同时，自助设备和 ITM 机也在增加。

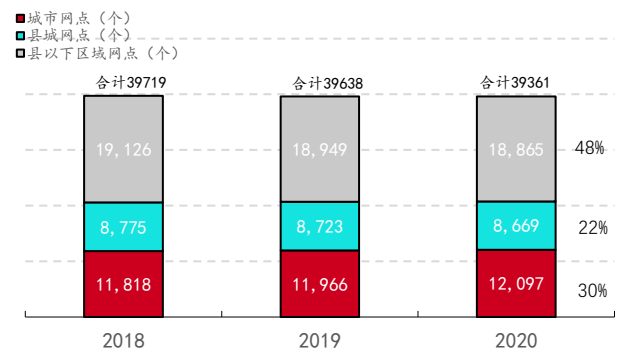
(b) 网点的 80%属于代理网点，像毛细血管一般直行政村，是邮储银行基层零售战略的关键支撑。代理网点由邮政集团管理和经营。在《代理营业机构委托代理银行业务框架协议》的指导下，代理网点以邮储银行的名义提供吸收储蓄存款、结算类服务、代理类金融服务及其他，邮储银行就此支付代理费用（计入业务及管理费）。

图表 11 邮储银行网点数量最多



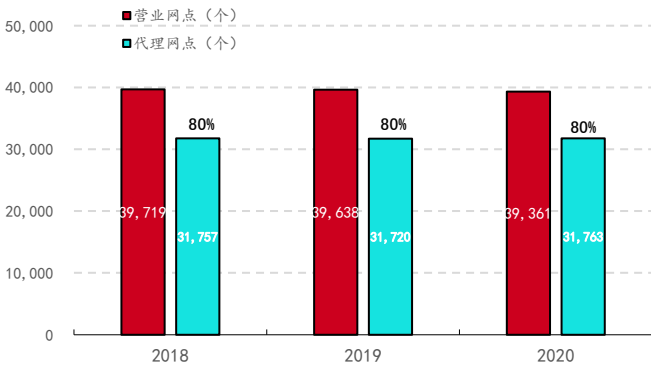
资料来源：各银行 2020 年报，华安证券研究所

图表 12 邮储银行渠道下沉，70%的网点在县级及以下



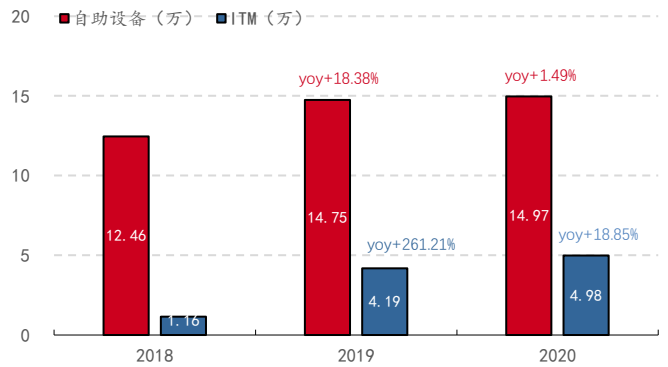
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 13 80%的网点是代理网点



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 14 自助设备和 ITM



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

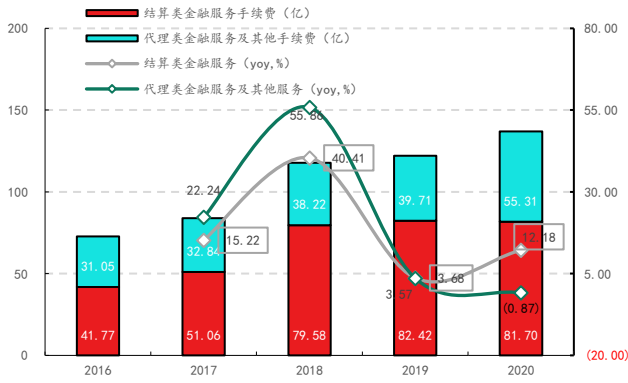
(c) 代理网点贡献了邮储银行 60%以上的存款。2018-2020 年，代理网点贡献的平均存款余额占总的存款平均余额的比例在 64.84%-67%之间。邮储银行就这些存款，按照不同的存款期限以固定的分档费率向邮政集团支付手续费。具体地，“固定费率，分档计费”计算公式如下：

$$\text{网点月代理费} = \sum \left( \text{网点当月各档次存款日积数} \times \frac{\text{相应档次存款费率}}{365} \right) - \text{网点当月现金 (含在途) 日积数} \times 1.5\% / 365$$

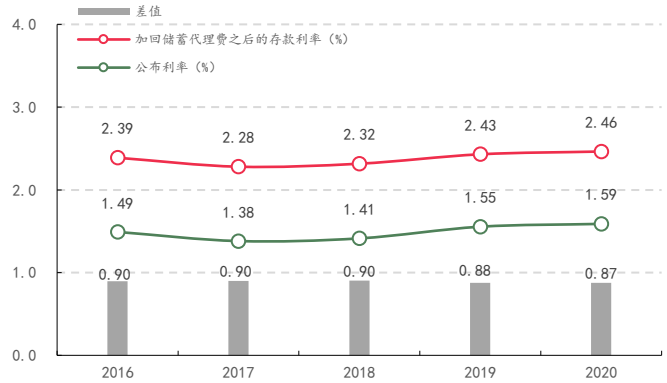
存款费率分布在 0.2%-2.3%之间，存款期限越短，费率越高。储蓄代理费结构中，活期存款和一年期存款手续费合计占比大约在 90%左右，对应费率分别为 2.3%和 1.08%。如果将储蓄代理手续费加回存款平均余额的利息支出中，则实际存款成本大约上升 0.9%左右。以 2020 年为例，未加回手续费的存款利率是 1.59%，加回之后的实际存款成本率为 2.46%。

(d) 邮储银行就中间业务向集团支付手续费。2020 年，结算类手续费、代理金融服务类手续费分别为 81.7 亿元和 55.31 亿元，同比增速分别为 12.18%和 -0.87%。

图表 15 向集团支付的结算类手续费同比增加



图表 16 将储蓄代理费加回利息支出后的真实存款利率



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 17 活期存款和一年期存款的手续费合计占比高达 90%

分档	2020			2019			2018			分档费率 (%)
	日均余额	储蓄代理费	代理费结构 (%)	日均余额	储蓄代理费	代理费结构 (%)	日均余额	储蓄代理费	代理费结构 (%)	
活期	1,853,776	42,637	50.04	1,759,950	40,479	51.37	1,726,524	39,710.06	52.77	2.30
定活两便	15,465	232	0.27	15,676	235	0.30	14,756	221.35	0.29	1.50
通知存款	35,865	610	0.72	27,164	462	0.59	23,718	403.21	0.54	1.70
三个月	128,529	1,607	1.89	126,435	1,580	2.00	128,946	1,611.82	2.14	1.25
半年	169,866	1,953	2.29	163,139	1,876	2.38	159,185	1,830.63	2.43	1.15
一年	3,159,530	34,123	40.04	2,855,948	30,844	39.14	2,721,294	29,389.98	39.06	1.08
两年	396,020	1,980	2.32	278,743	1,394	1.77	206,554	1,032.77	1.37	0.50
三年	763,364	2,290	2.69	717,977	2,154	2.73	407,344	1,222.03	1.62	0.30
五年	5,644	11	0.01	9,041	18	0.02	17,572	35.14	0.05	0.20
每日储蓄现金 (含在途) 余额	15,334	(230)	(0.27)	15,813	(237)	(0.30)	13,831	(207)	(0.28)	(2)
代理网点揽储合计	6,528,059	85,213	100.00	5,954,073	78,805	100.00	5,405,895	75,249.52	100.00	
加权费率		1.31			1.32			1.39		
银行存款平均余额	9,743,427			9,001,335			8,337,560			
代理网点揽储占比 (%)	67.00			66.15			64.84			

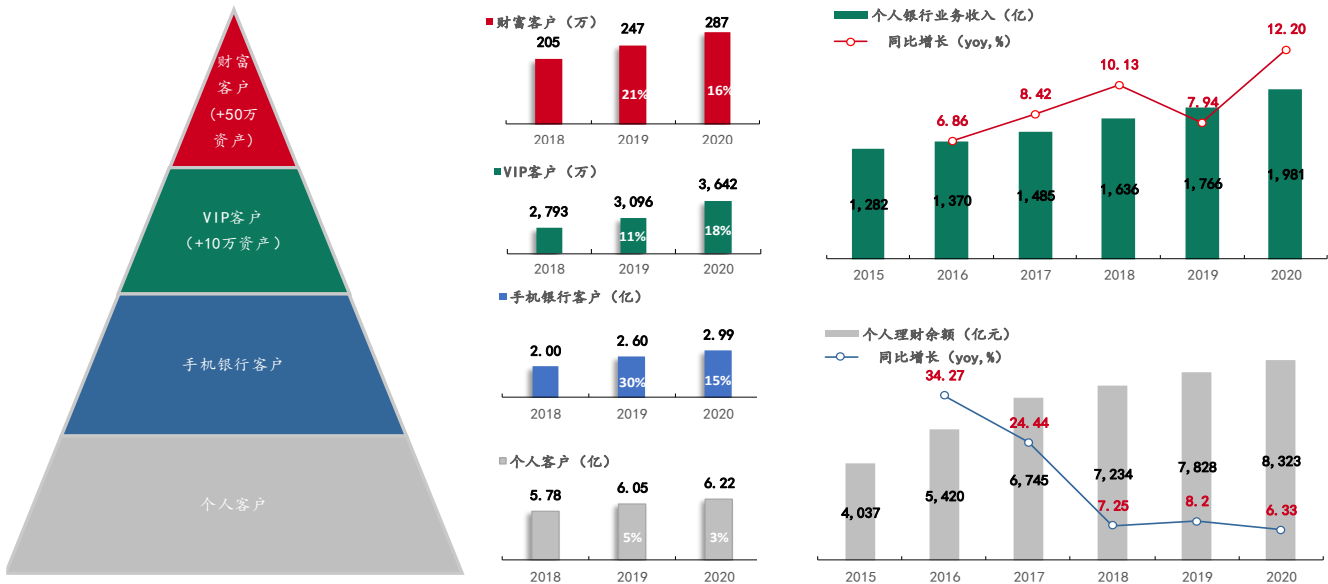
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

(2) 客户优化：财富客户和VIP客户高速增长

客户结构持续优化，手机银行客户、VIP客户、财富客户增速较高。和其他零售银行一样，邮储银行同样实施客户分层战略，50万资产以上的客户为财富客户，10万资产以上的客户为VIP客户。2020年末，个人客户达6.22亿户，同比增长3%，但其中手机银行客户、VIP客户和财富客户分别达2.99亿户、3642万户和287万户，对应同比增速分别为15%、18%和16%，均显著高于个人用户总体的增速，一是因为线上化渠道改造，二是因为客户质量提高。

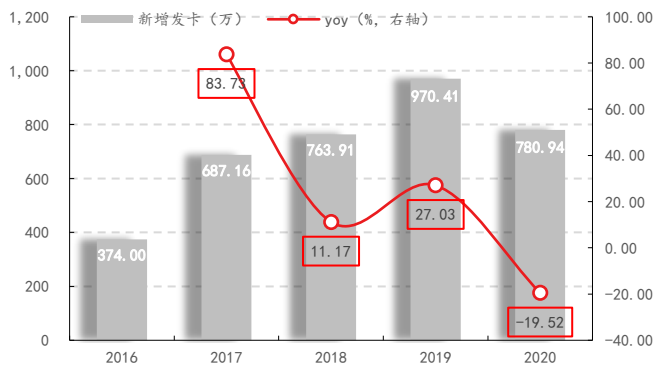
客户质量提升推动业务增长。2020年末，个人银行业务收入1981亿元，同比增长12.20%。个人贷款占比和个人银行业务收入占比分别为56.9%和69.2%，2018年以来连续提升。个人理财余额达8323亿，同比增长6.33%。信用卡新增发卡量和消费金额在疫情冲击之前，均保持了高速增长。我们估算除了住房贷款外的个人贷款收益率达7%。

图表 18 零售客户分层



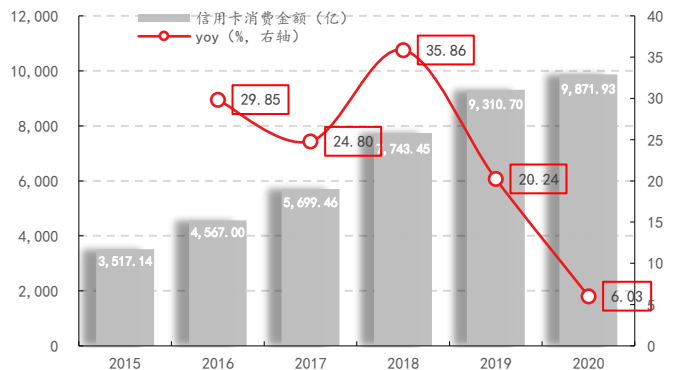
资料来源：邮储银行，华安证券研究所整理

图表 19 疫情冲击了信用卡发卡量



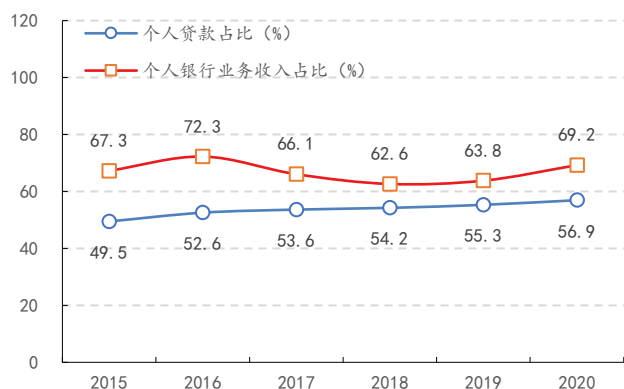
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 20 疫情冲击了信用卡消费金额



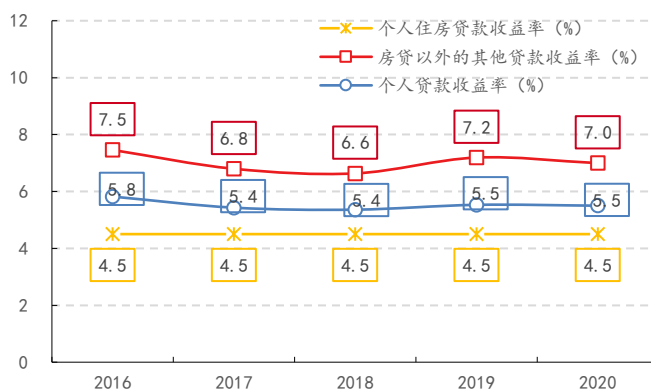
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 21 个人贷款占比和个人银行业务占比在 2018 年以来持续提升



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 22 房贷利率为 4.5% 的假设下，2020 年其他个人贷款收益率可达 7%

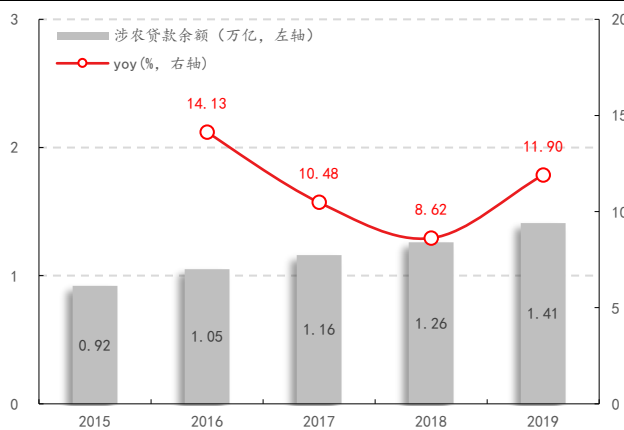


资料来源：邮储银行，华安证券研究所

### (3) 深耕“三农”：涉农贷款和小微贷款高速增长

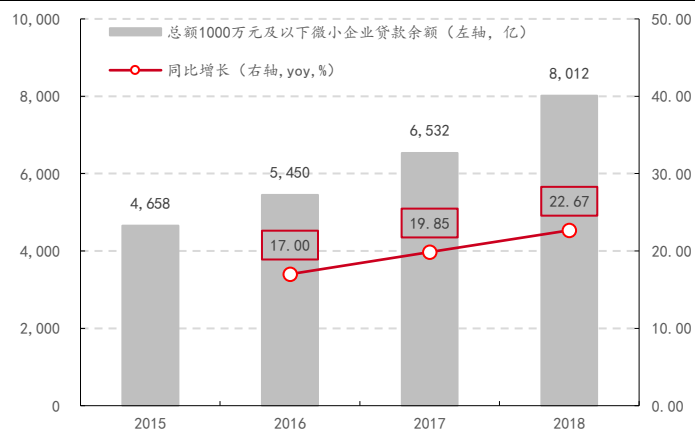
在邮储银行的零售战略定位中，“三农”是明确的发力方向之一，总行层面上成立“三农”公司金融中心。截至 2020 年末，邮储银行涉农贷款达 1.41 万亿，较上年末增加 1496.76 亿元，同比增长 11.9%，增速反弹。总额 1000 万及以下的小微贷款余额达 8012 亿元，同比增长 22.67%，2016 年以来保持了可观的增速。此外，小额贷款笔均金额仅为 10.92 万，服务客户超过 369.03 万户。个人小额贷款利率高达 5.88%。

图表 23 涉农贷款持续增长，占贷款总额的 25% 左右



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 24 小微贷款高速增长



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

## 2.3 注入新鲜血液保驾护航

邮储银行与控股股东以及战略投资者之间均存在紧密合作。此外，原招行负责零售业务的副行长刘建军近期入主邮储银行，为零售之路保驾护航。

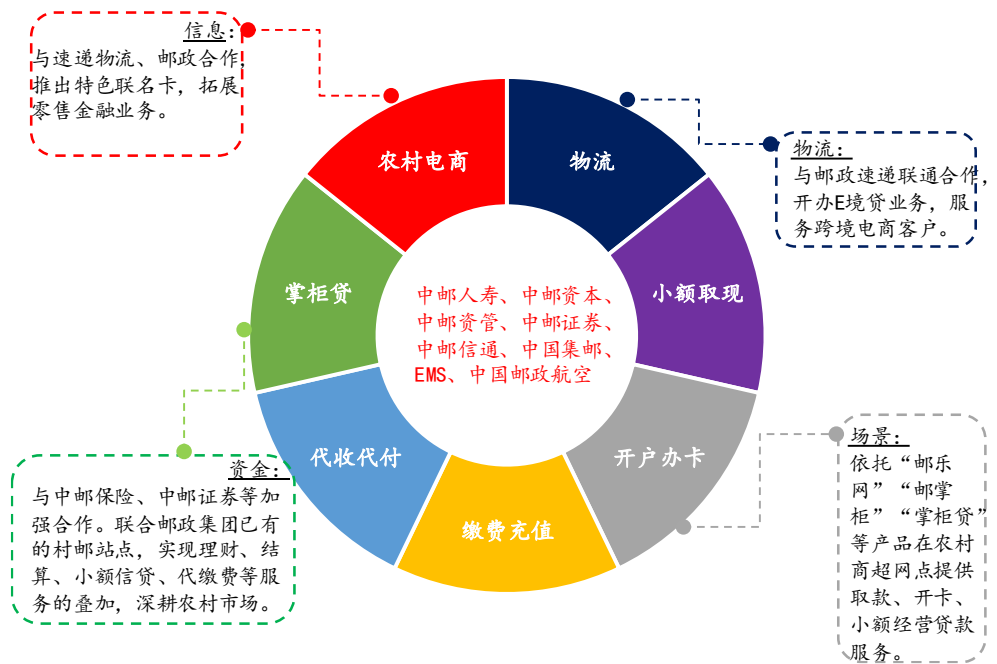
### (1) 和邮政集团之间的战略协同

邮储银行控股股东为邮政集团,持股比例为 65.35%,其中有 65.34%是直接持股,0.01%是通过中邮证券间接持股。邮政集团拥有广阔的物流网络,具有资金、物流、信息、和商务的先天优势。基于这些优势,邮储银行可以为广阔的人口提供基础金融服务。具体的协同:

- 信息: 与速递物流、邮政合作推出联名卡,吸引客户。
- 物流: 和邮政速递合作,开办 E 境贷业务,服务跨境电商客户。
- 资金: 结合邮政集团村邮站点实现理财、结算、小额贷款、代缴费等服务的叠加,深耕农村市场。
- 场景: 依托“邮乐网”“邮掌柜”“掌柜贷”等产品在农村商超网点提供取款、开卡、小额经营贷款服务。

和邮政集团合作的本质在于前者广阔的业务范围为邮储银行的融资、理财业务提供了接口,将业务注入到邮政集团的巨大链接网络当中来获取价值。

图表 25 邮储银行和邮政集团的协同



资料来源: 邮储银行, 华安证券研究所整理



## (2) 引入战略投资者嫁接管理能力

引入战略投资者是国有行改革的常规操作。对于转型这种需要统筹设计、坚定执行、牵一发动全身的调整来说，借鉴成功的经验，是少走弯路减少试错成本的最优解。邮储银行引入 UBS、CPPIB、摩根大通、TEMASEK、IFC、DBS、中国人寿、中国电信、蚂蚁金服、腾讯共计十家战略投资者，在金融消费、网点转型、风险管理、财富管理、三农小微、金融科技等五个方面均与不同的战略投资者实现合作，全方位地优化经营。

**图表 26 邮储银行和战略股东的协同**

合作方向	具体内容	战略股东
金融消费	▷ 信用卡客户分析、交叉销售、流程优化	摩根大通
	▷ 携手发展中邮消费金融	星展银行
	▷ 互联网贷款服务	腾讯和蚂蚁金服
网点转型	▷ 网点经营月报推广、布局选址优化、经营效益提升	摩根大通
风险管理	▷ 中高层风险管理培训	CPPIB
	▷ 消费贷、信用卡风险监测	摩根大通
	▷ 小企业风险管理报表	摩根大通
财富管理	▷ 风险管理专业支持平台、定期培训	瑞银
	▷ 产品研发、专题培训及跟岗学习	星展银行
三农小微	▷ 农户贷款APP研发、农贷模型优化、农业产品链服务提升	IFC
	▷ 小企业客户分层、流程优化	IFC
科技助力	▷ 持续优化支持业务、提升客户体验	腾讯和蚂蚁金服
	▷ 信息安全、大数据、精准营销	腾讯和蚂蚁金服
	▷ 大数据、物联网	中国电信

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

## (3) 原招行零售悍将刘建军入主

2021年5月31日，邮储银行公告称刘建军将出任邮储银行行长。刘建军历任招商银行济南分行副行长，招商银行总行零售银行部总经理、零售综合管理部总经理、总行业务总监兼零售金融总部常务副总裁、信用卡中心理事长，招商银行执行董事、副行长、董事会秘书等职务，在招商银行供职超过20年，是招商银行加冕“零售之王”的亲历者。他的到来，将极大提高邮储银行零售之路的成功概率。

## 2.4 金融科技打造无界银行

发展金融科技是邮储银行面临的更大挑战。从本质上看，银行收益来源于风险，是赚取信息不对称钱，因此是天然的数据中心。这也决定了银行业的金融科技发展注定是基于数据的创新，需要变革的方面包括 IT 架构、核心系统、项目群管理以及数据中心。在这纷繁复杂体系中，金融科技在具体业务中的应用是形式，转型的核心是理念转变，支撑力量则是投入的持续性。

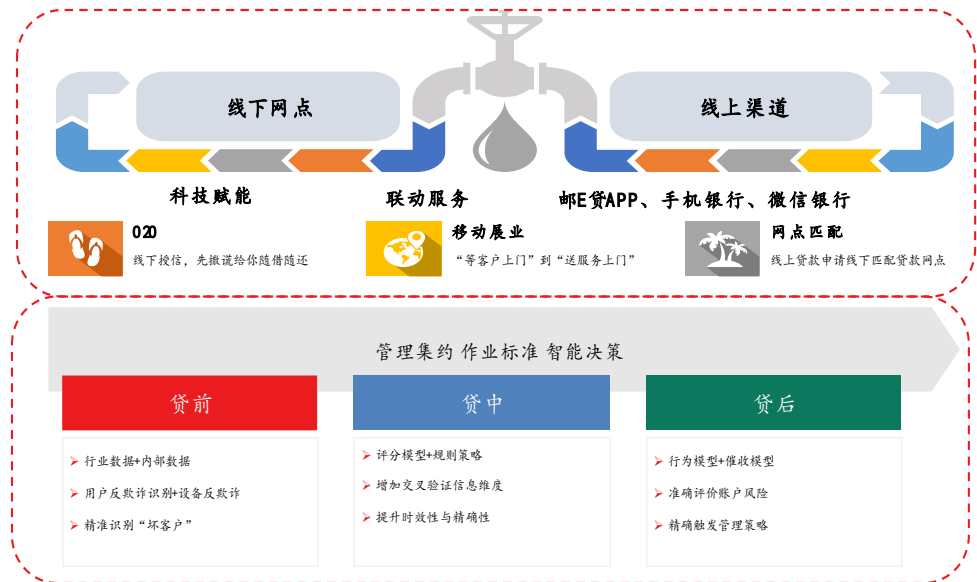
### (1) 服务多元化和风险管理

向客户提供多元化服务以及风险控制是银行业将金融科技嵌入经营的普遍形式。

服务多元化的重心是扩展网点的营业边界，将一些业务的部分或者全部转向线上，从而减少交易费用。借助于邮 E 贷 APP、手机银行和微信银行，实现“线下审批+线上随贷随还”或者“线上审批+网点贷款”等。核心是实现等客户上门到送服务上门转换。

风险管理是金融科技应用另一方面。通过银行积累的数据，进行贷前、贷中和贷后风险的识别和管理，将不良率控制到一个较低的水平。考虑到小微贷款和零售贷款是邮储银行深耕的方向，大数据模型在风控上的运用是绕不过去的坎。

图表 27 提升服务与风险控制



资料来源：邮储银行，华安证券研究所整理

### (2) 经营理念的转换是重中之重

从某种意义上看，发展金融科技是零售转型的必然要求，零售业务的发展路径是通过连续不断提供高质量的金融产品，获取客户信任，增强客户粘性（从产品关系变为服务伙伴），进而实现零售贷款、存款、财富管理、私人银行业务的发展。其中，

服务体验的提升往往通过金融科技助力。对于一个致力于零售业务和金融科技转型的国有行来说，既要培育技术为客户服务的理念，又要积极向外寻求合作，拓展银行的边界。

**案例一：邮储+蚂蚁金服。**从邮储银行的角度看，和蚂蚁金服的合作主要是借助后者的超级流量来提升银行的资金价值，主要通过两种途径：第一，将邮储银行电子银行嵌入到支付宝中，利用支付宝的接口实现电子银行获客。第二，将中邮贷款等融资端口嵌入支付宝中，实现贷款的发放。尽管邮储银行没有公布2020年的数据，我们仍然可以通过2019年的数据看到合作效果。截至2019年，通过支付宝引流授信客户超过2200万户，授信金额达到2600亿元，发放金额达到400亿元，收益率高达8%-9%。

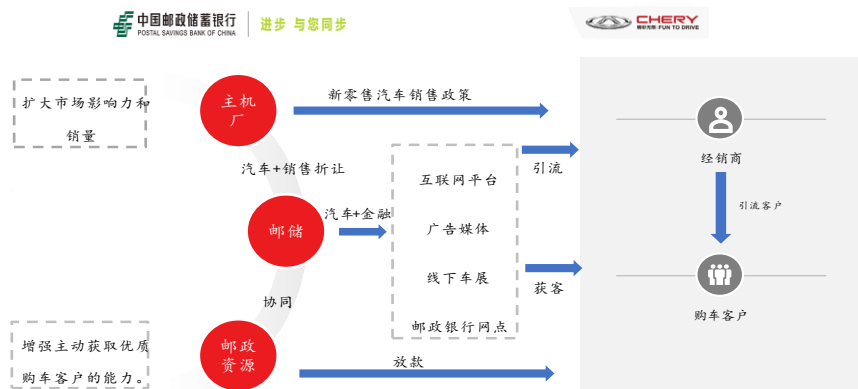
图表 28 邮储银行和蚂蚁金服的合作



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

**案例二：邮储银行+奇瑞。**通过和奇瑞汽车以及邮政集团的协同，邮储银行借助融合两方优势将贷款嵌入汽车销售中，并通过互联网平台、广告媒体、线下车展和邮政网点等实现引流和获客。

图表 29 邮储银行的信息科技投入



资料来源：邮储银行，华安证券研究所整理

无论是支付宝还是奇瑞汽车的合作，本质上都是添加场景，借力打力。但是，通过不断获取多元化的场景，邮储银行将从依附于几个产品过渡到从客户生活场景中源源不断地寻找价值来源。从供给方看，是零星产品转向多个产品并且相互促进的过程。从需求方看，是客户对单个产品的信任到邮储银行品牌信任进而成为合作伙伴的转换。

图表 30 邮储银行和多个平台合作

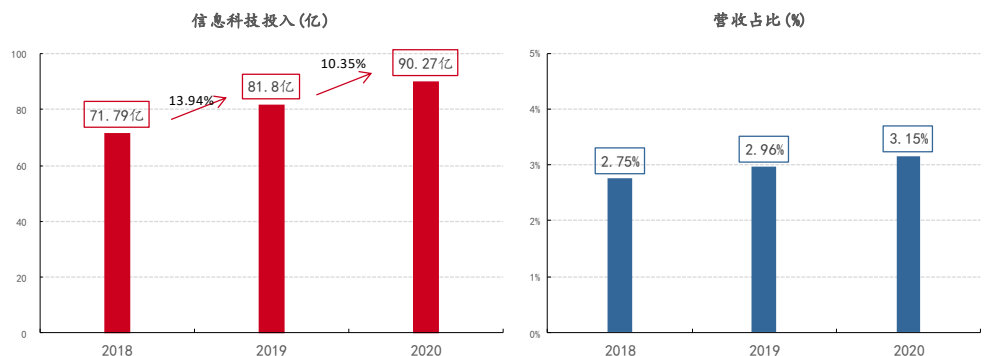


资料来源：邮储银行，华安证券研究所整理

### (3) 坚定的战略，持续的投入

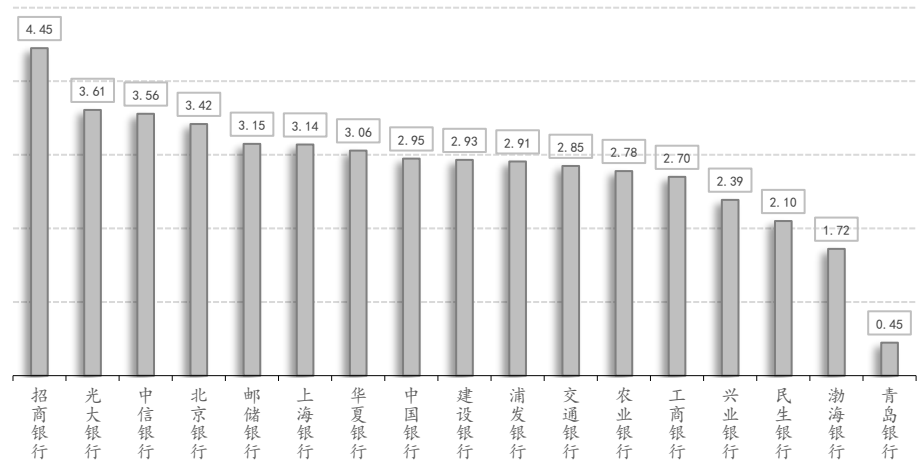
转型是否成功的另一个关键是持续投入，坚定战略不发生飘移。2020 年末，邮储银行在发展信息科技上面投入 90.27 亿，同比增长 10.35%，占营收比例为 3.15%，较 2019 年提高 0.19 个百分点（连续三年提升）。该投入比例行业领先。

图表 31 邮储银行的信息科技投入



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 32 邮储银行的信息科技投入占比较高



注释：在 2020 年年报中直接公布该比例的银行，直接采用公布数据，否则由计算得出。

资料来源：各银行 2020 年年报，华安证券研究所

### 3 财务数据的边际变化

#### 3.1 资产负债管理与净息差

##### (1) 资产负债的匹配：存款成本压力逐步显现

邮储银行的生息资产比计息负债拥有更广阔的管理空间。生息资产中，虽然贷款的占比自 2012-2016 年明显提升，但 2016 年以来基本稳定，2020 年末为 51.65%。计息负债中，吸收存款占比 2019-2020 年保持在 96%-97% 之间。2017 年以来，存款成本开始上升，使净息差承压。

图表 33 生息资产中，贷款平均余额占比扩大

百万/%	2020			2020H			2019			2018		
	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)
<b>生息资产</b>												
发放贷款和垫款总额	5,411,670	51.65	4.75	5,215,849	52.01	4.72	4,655,906	48.47	4.88	3,990,665	45.48	4.96
金融投资	3,479,598	33.21	3.63	3,234,654	32.25	3.66	3,318,424	34.55	3.81	2,783,229	31.72	3.96
存放中央银行款项	1,086,652	10.37	1.62	1,068,583	10.65	1.62	1,106,858	11.52	1.61	1,212,556	13.82	1.62
存放同业款项及拆出资金	498,650	4.76	3.09	510,380	5.09	3.2	523,770	5.45	3.68	788,905	8.99	4.13
<b>总生息资产</b>	<b>10,476,570</b>	<b>100.00</b>	<b>3.97</b>	<b>10,029,466</b>	<b>100.00</b>	<b>3.96</b>	<b>9,604,958</b>	<b>100.00</b>	<b>4.07</b>	<b>8,775,355</b>	<b>100.00</b>	<b>4.1</b>
<b>计息负债</b>												
吸收存款	9,743,427	96.39	1.59	9,560,607	96.77	1.57	9,001,335	96.80	1.55	8,337,560	76.77	1.41
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	251,976	2.49	1.76	210,139	2.13	1.73	207,514	2.23	2.23	1,840,607	16.95	2.39
已发行债务证券	99,409	0.98	3.44	104,486	1.06	3.61	90,302	0.97	3.83	682,886	6.29	4.03
向中央银行借款	13,860	0.14	1.72	4,696	0.05	1.63						
<b>总计息负债</b>	<b>10,108,672</b>	<b>100.00</b>	<b>1.61</b>	<b>9,879,928</b>	<b>100.00</b>	<b>1.6</b>	<b>9,299,151</b>	<b>100.00</b>	<b>1.59</b>	<b>10,861,053</b>	<b>100.00</b>	<b>1.46</b>
<b>净利息</b>			<b>2.36</b>			<b>2.36</b>			<b>2.48</b>			<b>2.64</b>
<b>净利息收益率</b>			<b>2.42</b>			<b>2.42</b>			<b>2.53</b>			<b>2.67</b>

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

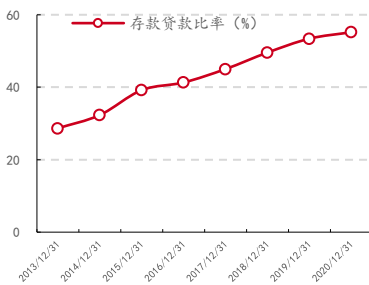
(2) 发力贷款业务

存贷比、RWA/总资产、贷款余额/生息资产三个指标均表明邮储银行在 2015 年以后更加发力贷款业务。2016-2020 年，贷款总额增速在 15-20%左右。此外，除 2017 年外，零售贷款增速明显高于对公贷款。

对公贷款中，建筑业 (4.73%)、批发和零售业务 (5.94%)、房地产业 (4.73%)、租赁及商务服务业 (5.57%) 占比 2016 年至今有所提高，其余行业占比相应下降。

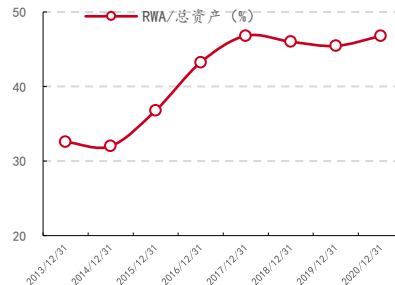
零售贷款中，住房和信用卡贷款维持高速增长。2019-2020 年，个人其他消费贷款和小额贷款的同比增速抬升。截至 2020 年末，零售贷款、住房贷款和信用卡贷款在贷款总额中的占比分别为 56.92%、33.61%和 2.53%。

图表 34 邮储银行存贷比上升



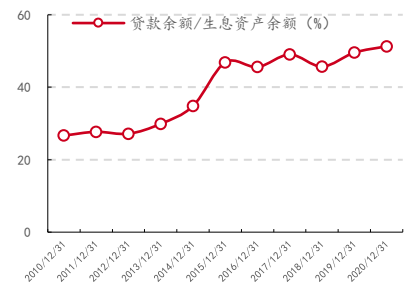
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 承担更多的信用风险



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 贷款的息资产占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 国内贷款稳定增长

百万/%	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
企业贷款	1,977,785	1,740,564	1,552,402	1,391,901	1,079,392
YoY (%)	13.63	12.12	11.53	28.95	10.03
贷款总额占比 (%)	34.60	34.99	36.30	38.34	35.85
票据贴现	484,580	482,834	404,623	291,761	349,081
YoY (%)	0.36	19.33	38.68	(16.42)	30.11
贷款总额占比 (%)	8.48	9.71	9.46	8.04	11.59
零售贷款	3,253,893	2,750,788	2,319,840	1,946,473	1,582,175
YoY (%)	18.29	18.58	19.18	23.03	29.41
贷款总额占比 (%)	56.92	55.30	54.24	53.62	52.55
——住房贷款	1,921,055	1,700,049	1,417,898	1,155,176	903,967
YoY (%)	13.00	19.90	22.74	27.79	56.60
贷款总额占比 (%)	33.61	34.18	33.15	31.82	30.03
——信用卡	144,641	123,188	99,313	77,695	52,904
YoY (%)	17.41	24.04	27.82	46.86	18.90
贷款总额占比 (%)	2.53	2.48	2.32	2.14	1.76
——个人其他消费贷款	441,945	317,350	275,544	256,185	197,695
YoY (%)	39.26	15.17	7.56	29.59	23.80
贷款总额占比 (%)	7.73	6.38	6.44	7.06	6.57
——个人小额贷款	746,252	610,201	177,651	457,417	427,609
YoY (%)	22.30	243.48	(61.16)	6.97	(3.07)
贷款总额占比 (%)	13.05	12.27	4.15	12.60	14.20
贷款总额	5,716,258	4,974,186	4,276,865	3,630,135	3,010,648
YoY	14.92	16.30	17.82	20.58	21.80

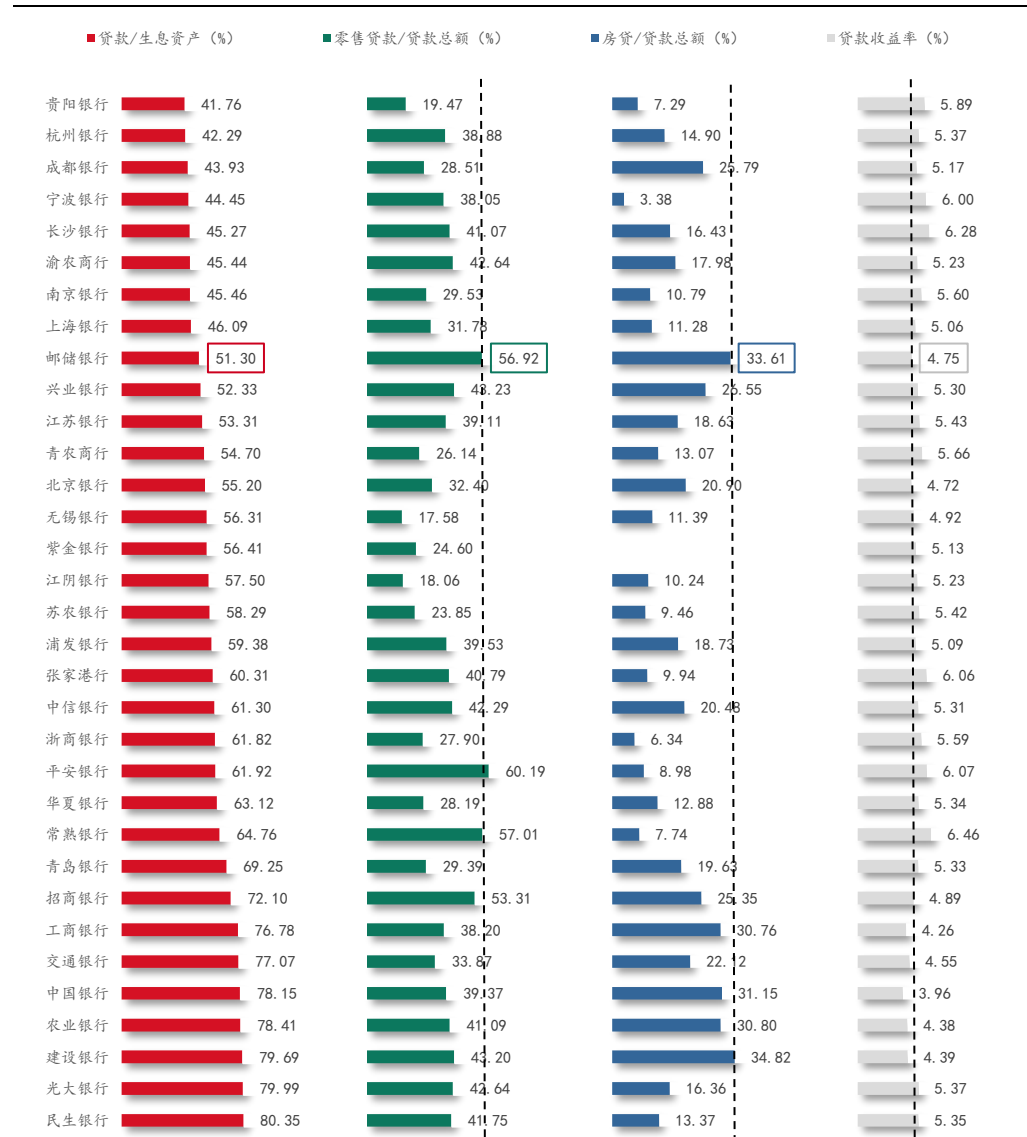
资料来源: 邮储银行, 华安证券研究所

图表 38 贷款结构变化

占比 (%)	2020/12/31	2019/12/31	2018/12/31	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31	柱状图
采矿业	3.50	3.36	3.61	3.48	4.41	4.25	
制造业	15.80	15.69	15.47	16.02	16.85	15.53	
电力、热力、燃气及水生产和供应业	10.36	10.75	12.36	13.54	12.24	13.71	
批发和零售业	5.94	6.00	5.70	5.72	5.27	5.99	
交通运输、仓储和邮政业	30.94	29.20	26.98	27.44	29.44	36.39	
金融行业	9.80	11.85	12.40	12.20	14.92	8.83	
房地产业	4.73	4.03	3.63	3.29	3.69	4.19	
租赁和商务服务业	5.57	5.72	5.60	4.20	1.66	1.12	
水利、环境和公共设施管理业	4.85	4.10	4.95	5.94	3.40	3.23	
合计	91.50	90.71	90.71	91.84	91.90	93.23	

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 39 资产配置中贷款占比较小，但零售贷款占比较高，贷款收益率较低



注释：紫金银行缺乏单独的房贷数据，因此房贷占比数据为空值。

资料来源：各银行 2020 年年报，华安证券研究所

横向对比, 2020 年末, 邮储银行贷款/生息资产的比例为 51.3%, 低于所有的大中型银行。贷款中, 零售贷款占比 56.92%, 仅低于平安银行的 60.19%, 住房贷款占比 33.61%, 仅低于建设银行的 34.82%。邮储银行贷款收益率为 4.75%, 位于国有行之首。

上述贷款结构的变化折射出稳健的战略调整思路, 维持风险收益的动态平衡, 一方面提高贷款占比, 主动经营风险; 另一方面, 稳步推进, 以风险较小的住房贷款为先行试验田。展望未来, 房地产贷款集中度管理制度为大型银行设置了 40% 的天花板, 邮储银行的住房贷款占比目前已达 33.61%, 进一步提升空间有限。因此, 发力信用卡、消费贷、个人经营贷款等房贷以外的零售业务也是政策引导下的合意之举。

## (2) 个人存款的变化

从贷款派生存款的机制下, 个人存款仍是预期中的主角。2014 年以来, 个人存款保持了稳健增长, 其中个人定期存款增速明显高于个人活期存款。就公司存款而言, 除了 2018-2019 年负增长之外, 2014 年至今的其余年份均实现了可观增长。截至 2020 年末, 个人定期、个人活期、公司定期和公司活期在存款总额中的占比分别为 59.90%、27.94%、3.72% 和 8.44%, 个人存款主导地位明显。

图表 40 存款占比

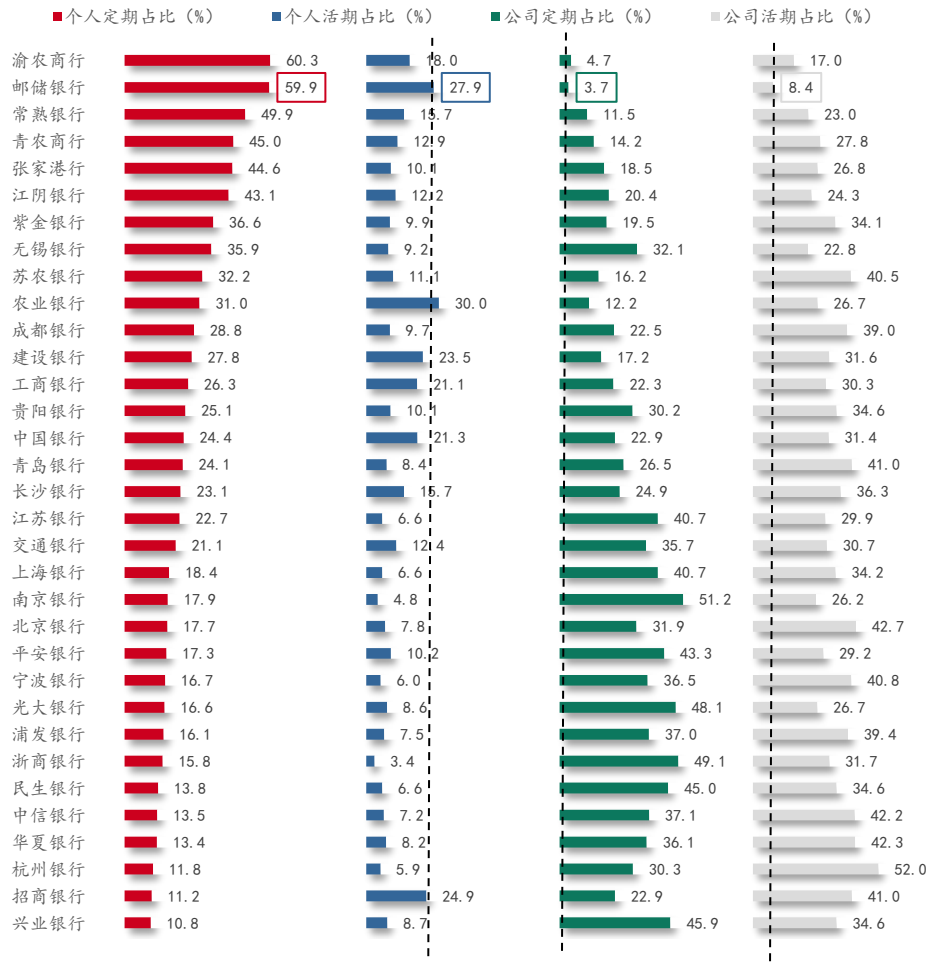
百万/%	2020/12/31	2019/12/31	2018/12/31	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31	2014/12/31
公司存款	1,259,849	1,128,965	1,157,780	1,199,781	1,075,024	917,607	770,076
YoY (%)	11.59	(2.49)	(3.50)	11.61	17.16	19.16	15.20
存款总额占比 (%)	12.17	12.12	13.42	14.88	14.76	14.56	13.27
——活期存款	874,155	771,034	770,917	805,616	742,380	616,251	553,671
YoY (%)	13.37	0.02	(4.31)	8.52	20.47	11.30	10.65
存款总额占比 (%)	8.44	8.28	8.94	9.99	10.19	9.78	9.54
——定期存款	385,694	357,931	386,863	394,165	332,644	301,356	216,405
YoY (%)	7.76	(7.48)	(1.85)	18.49	10.38	39.26	28.76
存款总额占比 (%)	3.72	3.84	4.49	4.89	4.57	4.78	3.73
个人存款	9,095,564	8,182,388	7,467,911	6,861,404	6,210,166	5,386,630	5,032,321
YoY (%)	11.16	9.57	8.84	10.49	15.29	7.04	10.90
存款总额占比 (%)	87.83	87.88	86.58	85.12	85.24	85.44	86.73
——活期存款	2,893,163	2,701,369	2,615,326	2,523,431	2,347,795	2,051,015	1,900,625
YoY (%)	7.10	3.29	3.64	7.48	14.47	7.91	6.08
存款总额占比 (%)	27.94	29.01	30.32	31.30	32.23	32.53	32.76
——定期存款	6,202,401	5,481,019	4,852,585	4,337,973	3,862,371	3,335,615	3,131,696
YoY (%)	13.16	12.95	11.86	12.31	15.79	6.51	14.05
存款总额占比 (%)	59.90	58.86	56.26	53.81	53.02	52.91	53.97
吸收存款总额	10,355,413	9,311,353	8,625,691	8,061,185	7,285,190	6,304,237	5,802,397
YoY	11.21	7.95	7.00	10.65	15.56	8.65	11.46

资料来源: 邮储银行, 华安证券研究所

横向对比, 邮储银行个人定期存款占比 (59.9%) 和个人活期存款占比 (27.9%) 均位居行业第二, 前者仅低于渝农商行 (60.3%), 后者仅低于农业银行 (30.0%)。公司定期存款占比 (3.7%) 和活期存款占比 (8.4%) 均是行业最低。



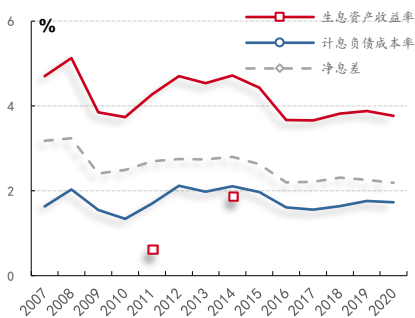
图表 41 2020 年上市银行存款结构



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

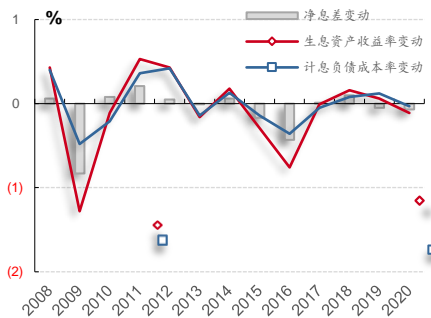
上述贷款和存款的结构演化清晰地映射到净息差波动上。2015-2019 年，生息资产中贷款占比的波动中枢稳定，贷款内部零售贷款占比不断提高，推动生息资产收益率上行。计息负债中，存款占比高，存款成本率缓慢上行给负债成本带来压力。2020 年，政策主导压制资产端收益率，同业负债下行缓释了存款成本率的小幅抬升，但净息差收缩。

图表 42 邮储银行 NIM



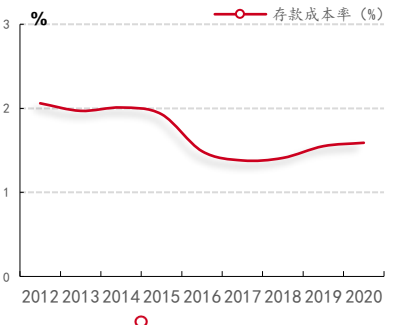
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 43 NIM 波动分解



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 44 存款成本率上行



资料来源：wind，华安证券研究所

### 3.2 场景拓展推动中间收入增长

2020年,手续费及佣金收入实现327.46亿元,同比增长10.95%。银行卡及POS手续费收入115.16亿元,同比减少5.68%,主要因为电子渠道支付发展挤占了跨行和POS业务。结算与清算手续费收入82.81亿元,同比增长10.08%,主要因为公司推动从网点获客向场景获客转型,同时优化客户体验,推动该项业务收入增长。代理业务手续费收入实现71.08亿元,同比大增56.01%,主要因为融合线上和线下场景营销模式,代理保险、代销基金等业务高速增长。

综合来看,电子渠道以及拓展获客场景显著影响手续费及佣金收入。电子支付渠道崛起挤占传统银行卡手续费收入,但线下和线上场景的融合和扩展又给结算、代理业务带来机会。

图表 45 手续费及佣金收入

百万/%	2020年	2019年	2018年	2020同比(%)	2020结构(%)
银行卡及POS	11,516	12,210	12,952	(5.68)	35.17
结算与清算	8,281	7,523	5,985	10.08	25.29
代理业务	7,108	4,556	4,330	56.01	21.71
理财业务	4,198	3,950	4,589	6.28	12.82
托管业务	887	780	830	13.72	2.71
其他	756	494	455	53.04	2.31
<b>手续费及佣金收入</b>	<b>32,746</b>	<b>29,513</b>	<b>29,141</b>	<b>10.95</b>	<b>100.00</b>
<b>手续费及佣金支出</b>	<b>(16,251)</b>	<b>(14,890)</b>	<b>(14,707)</b>	<b>9.14</b>	<b>(49.63)</b>
<b>手续费及佣金净收入</b>	<b>16,495</b>	<b>14,623</b>	<b>14,434</b>	<b>12.80</b>	<b>50.37</b>

资料来源:邮储银行,华安证券研究所

### 3.3 资产质量稳健

邮储银行资产质量表现出两个特征:第一,增强贷款配置力度给不良率带来压力;第二,横向对比资产质量仍是行业领先。

随着生息资产中贷款占比提高,资产质量不可避免地面临系统性压力。2016年以来,不良率小幅上升,2020年末,升至0.88%。但是,关注类贷款占比下降至0.54%,不良+关注类贷款占比下降至1.42%,说明邮储银行加速了不良贷款认定。从贷款分类看,除了个人小额贷款不良率下降之外,对公贷款、其他分类的个人贷款不良率均有上行压力。

组内对比,2020年末,对公贷款(0.95%)和零售贷款(0.98%)均高于整体(0.88%)不良率。零售贷款中,房贷之外的贷款类别不良率均高于对公贷款。在个人住房贷款集中度管理制度的限制下,房贷增速有望持续。随着其他零售贷款占比提升,可能会推高不良率。

**图表 46 贷款五级分类和不良率**

单位：百万元	2020	2019	2018	2017	2016	2015
正常贷款	5,616,782	4,879,918	4,213,246	3,578,275	2,960,105	2,414,984
关注类贷款	30,566	32,689	26,731	24,590	24,252	36,994
不良贷款	50,367	42,844	36,888	27,270	26,291	19,875
次级	14,106	14,972	9,380	4,606	7,728	4,126
可疑	13,804	6,375	5,981	5,585	6,965	6,976
损失	22,457	21,497	21,527	17,079	11,598	8,773
贷款总额	5,697,715	4,955,451	4,276,865	3,630,135	3,010,648	2,471,853
关注类/贷款总额 (%)	0.54	0.66	0.63	0.68	0.81	1.50
不良率 (%)	0.88	0.86	0.86	0.75	0.87	0.80
关注+不良类贷款/贷款总额 (%)	1.42	1.52	1.49	1.43	1.68	2.30
按照贷款分类的不良率 (%)						
公司类贷款	0.95	0.89	0.78	0.67	0.76	0.73
票据贴现	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
个人贷款						
个人住房贷款	0.47	0.38	0.36	0.23	0.19	0.22
个人其他消费贷款	1.18	1.24	1.19	0.65	0.50	0.32
个人小额贷款	2.00	2.44	3.01	2.75	3.21	4.22
信用卡透支及其他	1.83	1.74	1.67	1.45	1.75	1.37
个人商务贷款			2.71	2.73	3.48	1.50
小计	0.98	1.00	1.07	0.92	1.14	1.04
合计	0.88	0.86	0.86	0.75	0.87	0.80

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

横向对比，资产质量仍远好于其他大中型银行。2018-2020年，邮储银行不良率在大中型银行中保持最低。同期，拨备覆盖率持续提高，也远高于其他国有行，大中型银行中低于招商银行。

### 3.4 资本充足率上升

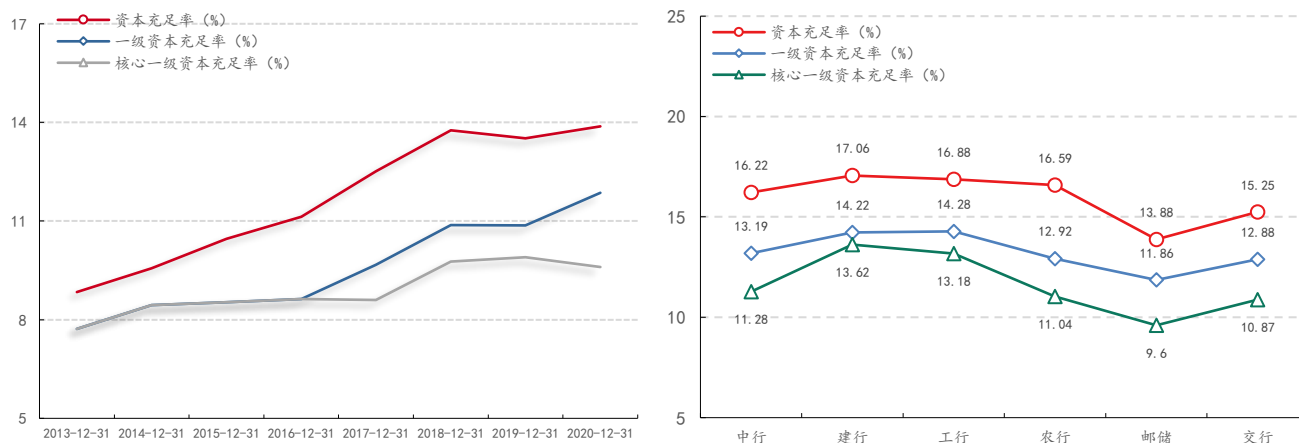
邮储银行资本充足率自2013年以来持续上升，但目前横向对比仍低于其他国有行，主要因为其尚未采用高级法计量风险资本。2020年年报显示，高级法计量的工作正在统筹推进，落地之后资本充足率有望明显提高。

图表 47 邮储银行资产质量稳健, 拨备充足

证券简称	拨备覆盖率 (%)				不良贷款率 (%)			
	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2020同比变化	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2020同比变化
工商银行	180.68	199.32	175.76	(18.64)	1.58	1.43	1.52	0.15
建设银行	213.59	227.69	208.37	(14.10)	1.56	1.42	1.46	0.14
农业银行	260.64	288.75	252.18	(28.11)	1.57	1.40	1.59	0.17
中国银行	177.84	182.86	181.97	(5.02)	1.46	1.37	1.42	0.09
交通银行	143.87	171.77	173.13	(27.90)	1.67	1.47	1.49	0.20
邮储银行	408.06	389.45	346.80	<b>18.61</b>	0.88	0.86	0.86	<b>0.02</b>
<b>国有行平均</b>	<b>230.78</b>	<b>243.31</b>	<b>223.04</b>	<b>(12.53)</b>	1.45	1.33	1.39	0.13
				0.00				
招商银行	437.68	426.78	358.18	10.90	1.07	1.16	1.36	(0.09)
平安银行	201.40	183.12	155.24	18.28	1.18	1.65	1.75	(0.47)
兴业银行	218.83	199.13	207.28	19.70	1.25	1.54	1.57	(0.29)
光大银行	182.71	181.62	176.16	1.09	1.38	1.56	1.59	(0.18)
民生银行	139.38	155.50	134.05	(16.12)	1.82	1.56	1.76	0.26
华夏银行	147.22	141.92	158.59	5.30	1.80	1.83	1.85	(0.03)
浦发银行	152.77	133.73	154.88	19.04	1.73	2.05	1.92	(0.32)
浙商银行	191.01	220.80	270.37	(29.79)	1.42	1.37	1.20	0.05
中信银行	171.68	175.25	157.98	(3.57)	1.64	1.65	1.77	(0.01)
<b>股份行平均</b>	<b>204.74</b>	<b>201.98</b>	<b>196.97</b>	<b>2.76</b>	1.48	1.60	1.64	(0.12)

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 邮储银行资本充足率



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 风险提示:

零售贷款增速不及预期。

## 估值模型核心假设与说明

### (1) 核心假设

- 2021 年 Q1，贷款总额/公司贷款/个人贷款的同比增速分别为 14.24%/12.5%/19.94%。一般而言，公司贷款投放节奏集中于 Q1，个人贷款的增速在季度之间相对平滑，因此我们假定 2021 年全年：贷款总额/公司贷款/个人贷款的增速分别为 12%/10%/16.5%。个人贷款中，因房地产贷款集中度管理制度的限制，预计住房贷款增速小幅下降至 12%；个人消费贷款/个人小额贷款分别增长 21%和 25%。
- 2021 年 Q1，代理网点的揽储能力稳定，贡献存款超过总存款的 60%，因此我们假定全年存款余额增速 10%左右，小幅低于 2020 年。
- 除房贷之外的零售贷款占比提高将抬升收益率，我们假定个人贷款平均利率提高 0.1%至 5.6%。此外，存款竞争压力犹存，邮储银行综合存款成本每年上升 0.02%，2021 年上调至 2.27%。
- 2021 年 Q1，不良率已经下降 0.02%至 0.86%，预计全年可降至 0.88%，拨备覆盖率将达 420%。

### (2) 估值区间： 6.91 元—8.34 元

在上述盈利分析的基础上，分别使用剩余收益模型和 DDM 模型来估值，合理估值区间是 6.91-8.34 元。

剩余收益模型的原则是账面价值定价，优点是估值结果中现阶段确定性价值占比较大，永续价值占比较小，因此限制了永续价值估计中参数设置带来的偏差，缩小了对估值结果干扰。DDM 模型的原则是盈余定价，是从小股东的视角把分红贴现，本质上和盈利挂钩。但是，DDM 估值结果中，永续价值占比过高，估值结果对参数设置的敏感性过大，损害了其参考价值。

银行经营中，可以通过拨备计提来平滑利润，通过调节五级分类认定标准来小幅度调节不良贷款。从股东回报的角度看，账面价值定价需要更高的风险补偿，因此我们将剩余收益模型的股权回报率设定成 12%，高于 DDM 模型的 10%。

图表 49 剩余收益模型的估值结果分析

剩余收益模型情景分析		权益要求回报率								
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%
永续增长率	<b>8.34</b>									
	1.5%	10.43	9.74	9.13	8.58	8.09	7.64	7.23	6.86	6.52
	2.0%	10.64	9.91	9.26	8.68	8.16	7.70	7.27	6.89	6.54
	2.5%	10.89	10.10	9.41	8.79	8.25	7.76	7.32	6.92	6.55
	3.0%	11.16	10.31	9.57	8.92	<b>8.34</b>	7.83	7.37	6.95	6.57
	3.5%	11.48	10.56	9.76	9.06	8.45	7.90	7.42	6.98	6.59
	4.0%	11.85	10.84	9.97	9.22	8.57	7.99	7.48	7.02	6.61
	4.5%	12.29	11.17	10.21	9.40	8.70	8.09	7.55	7.07	6.64
	5.0%	12.82	11.55	10.50	9.61	8.85	8.19	7.62	7.12	6.67

资料来源：华安证券研究所预测

图表 50 DDM 模型的估值结果分析

DDM模型情景分析		权益要求回报率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增长率	6.91									
	1.5%	8.98	8.14	7.42	6.80	6.26	5.79	5.37	5.00	4.67
	2.0%	9.42	8.49	7.70	7.03	6.45	5.94	5.50	5.11	4.76
	2.5%	9.93	8.89	8.03	7.29	6.66	6.12	5.65	5.23	4.87
	3.0%	10.54	9.37	8.40	7.60	<b>6.91</b>	6.32	5.81	5.37	4.98
	3.5%	11.30	9.95	8.85	7.95	7.19	6.55	6.00	5.52	5.11
	4.0%	12.24	10.65	9.39	8.36	7.52	6.81	6.21	5.70	5.25
	4.5%	13.45	11.52	10.04	8.87	7.91	7.12	6.46	5.90	5.42
	5.0%	15.06	12.65	10.86	9.48	8.38	7.49	6.75	6.13	5.60

资料来源：华安证券研究所预测

**财务报表与盈利预测**

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>					<b>成长指标 (YoY, %)</b>				
净利息收入	253,378	274,641	300,081	328,456	贷款总额 (不含应计利息)	11.96	12.77	13.25	13.40
利息收入	416,252	453,628	500,387	551,157	存款总额	11.21	9.81	9.10	9.23
利息支出	(162,874)	(178,987)	(200,306)	(222,701)	营业收入	3.39	6.89	8.92	9.08
手续费及佣金净收入	16,495	18,285	20,000	21,794	净利息收入	5.48	8.39	9.26	9.46
其他收入	16,329	13,008	13,143	13,246	手续费及佣金净收入	3.32	10.85	9.38	8.97
营业收入	286,202	305,933	333,224	363,496	拨备前利润	7.43	6.48	11.39	11.58
税金及附加	(2,187)	(2,142)	(2,333)	(2,544)	归母净利润	5.36	7.00	12.42	12.72
管理费用	(165,649)	(177,424)	(190,209)	(204,098)	<b>结构指标 (%)</b>				
其他业务成本	(192)	(535)	(522)	(462)	手续费及佣金净收入/营业收入	5.76	5.98	6.00	6.00
拨备前利润	118,174	125,832	140,161	156,392	个人贷款/国内贷款总额	53.62	54.24	55.30	56.92
资产质量拨备	(50,417)	(52,938)	(58,232)	(64,055)	个人存款/国内存款总额	87.83	88.58	89.21	89.81
营业外净利润	379	0	0	0	<b>质量指标 (%)</b>				
利润总额	68,136	72,895	81,929	92,337	不良率	0.88	0.85	0.78	0.78
所得税	(3,818)	(4,085)	(4,591)	(5,174)	拨备覆盖率	408.06	420.00	420.00	420.00
净利润	64,318	68,810	77,338	87,163	<b>盈利能力指标 (%)</b>				
少数股东损益	(119)	(119)	(119)	(119)	净息差	2.42	2.41	2.43	2.45
归母净利润	64,199	68,691	77,219	87,044	净利差	2.36	2.44	2.47	2.48
<b>资产负债表</b>					存贷差	3.16	3.32	3.36	3.36
生息资产	10,729,570	11,818,101	12,858,178	14,005,182	ROA	0.57	0.58	0.59	0.61
其中: 贷款及垫款 (净额)	5,512,361	6,400,024	7,217,202	8,173,670	ROE	10.56	12.12	12.63	13.15
同业资产 (含买入返售)	552,034	568,595	585,653	603,222	成本收入比	57.88	57.99	57.08	56.15
存放中央银行款项	1,169,806	1,284,562	1,401,412	1,530,695	<b>监管指标 (%)</b>				
债券投资	3,495,369	3,564,920	3,653,911	3,697,595	核心一级资本充足率	9.60	9.43	9.36	9.32
非生息资产	623,693	686,968	747,426	814,099	一级资本充足率	11.86	11.49	11.24	11.05
资产合计	11,353,263	12,505,069	13,605,603	14,819,281	资本充足率	13.88	13.32	12.93	12.60
计息负债	10,583,080	11,681,606	12,725,844	13,875,080	<b>每股指标 (元)</b>				
其中: 客户存款	10,358,029	11,374,138	12,408,782	13,553,511	EPS	0.71	0.76	0.85	0.96
其他计息负债	225,051	307,468	317,062	321,569	DPS	0.22	0.24	0.27	0.30
非计息负债	97,253	107,348	116,944	127,505	BPS	6.25	6.75	7.28	7.90
负债合计	10,680,333	11,788,954	12,842,788	14,002,585					
所有者权益合计	672,930	716,115	762,815	816,697					
负债及股东权益合计	11,353,263	12,505,069	13,605,603	14,819,281					

注释: 图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中, 其他收入中已经包含其他业务收入。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。